

2018. 9. 17



▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6098-6695

hr.park@meritz.co.kr

RA 민사영

02. 6098-6652

sayeong.min@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **34,000 원**

현재주가 (9.14) **27,100 원**

상승여력 **25.5%**

KOSPI 2,318.25pt

시가총액 8,522억원

발행주식수 3,145만주

유동주식비율 74.11%

외국인비중 25.43%

52주 최고/최저가 49,122원/22,400원

평균거래대금 137.1억원

주요주주(%)

정몽규 외 7인 18.83

국민연금 9.80

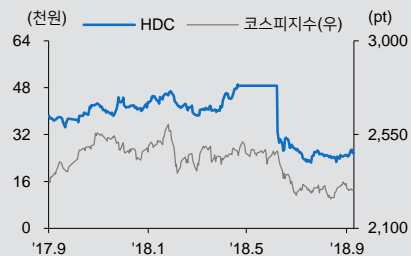
KB자산운용 7.85

주가상승률(%)

1개월 11.5 6개월 -33.1 12개월 -27.1

절대주가 8.7 상대주가 -28.3 -25.2

주가그래프



HDC 012630

진화하는 지주 회사

- ✓ 지주회사 할인 요인은 상장 계열회사의 실적 연결, 시가총액의 중복에 대한 문제
- ✓ HDC 지주회사의 기업가치 중 상장 계열회사의 가치 비중은 30% 이내
- ✓ 실질적인 가치는 1) 직접 보유하고 있는 투자부동산에서의 임대수입과 로열티
2) 현금성 자산 가치와 무 부채 기업으로서의 안정성
3) 장기적으로 임대 수익이 증가할 것으로 전망되는 HDC 아이파크몰 가치

지주회사의 전형에서 벗어나 있는 지주회사

최근까지 대부분의 지주회사의 Valuation이 최저 수준으로 하락한 것은 사업회사의 업황 둔화 및 주가 하락도 있겠지만, 기본적으로 지주회사가 실적과 시가총액의 중복 문제를 가지고 있기 때문이다. 따라서 대부분의 지주회사는 NAV에서 상장 자회사 지분을 40~50%까지도 할인율을 적용한다. 그러나 HDC의 경우 전체 NAV에서 현금성 자산, 직접 보유 투자부동산, 비상장 연결법인인 HDC아이파크몰의 가치 등이 대부분으로 전형적인 지주회사에 대한 우려에서 벗어나 있다.

투자 의견 매수, 적정주가 34,000 원 제시

직접 보유하고 있는 투자부동산 관련 임대수익과 로열티 수입은 연간 400억원 내외로 인식이 가능하며, 보유 현금성 자산 및 현금화 가능 자산은 3,000억원을 상회한다. HDC 현대산업을 포함한 계열회사의 장부가는 1.1조원 수준이며, 50%의 할인율을 반영할 경우 NAV에서 상장 계열회사에 대한 가치 비중은 30% 수준이다.

핵심은 HDC아이파크몰과 면세사업 지분 50%이다. HDC아이파크몰은 직영, 면세점 임대, 기타 임대로 나누어지며 현재 22% 면적을 증축 중에 있다. 면세사업 매출액 증가에 따라 관련 임대 수입이 늘어나는 구조이며, 지난 5월 리모델링 완료 이후 용산 개발 확대와 더불어 급격한 유동인구 증가가 나타나고 있다. 향후 증축 효과까지 고려하면 장기적인 임대 수입 상승이 지속될 것으로 전망된다.

핵심 상장 자회사에 대한 시가 할인율을 반영하더라도 충분한 Valuation 매력과 성장성을 보유하고 있다. 투자 의견 매수와 적정주가 34,000원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	4,749.9	517.2	306.7	4,069	38.7	34,781	11.6	1.4	6.1	12.3	110.0
2017	5,358.7	646.1	389.6	5,169	25.0	37,188	7.8	1.1	4.2	14.4	120.7
2018E	1,703.1	139.9	946.4	20,497	279.5	39,667	1.2	0.6	6.3	46.7	90.8
2019E	1,892.2	163.6	135.8	4,317	-79.1	43,334	5.8	0.6	5.1	10.4	81.0
2020E	1,947.1	173.0	149.2	4,744	9.9	47,149	5.3	0.5	4.3	10.5	72.9



Contents

1. History	3
2. 분할구조: 부채없는 HDC 지주	4
3. 투자전략 1: 9월 14일까지 발생할 수 있었던 아비트리지 전략	8
4. 9월 17일 이후 지주회사는 적정가치에 수렴	9
5. Valuation	13

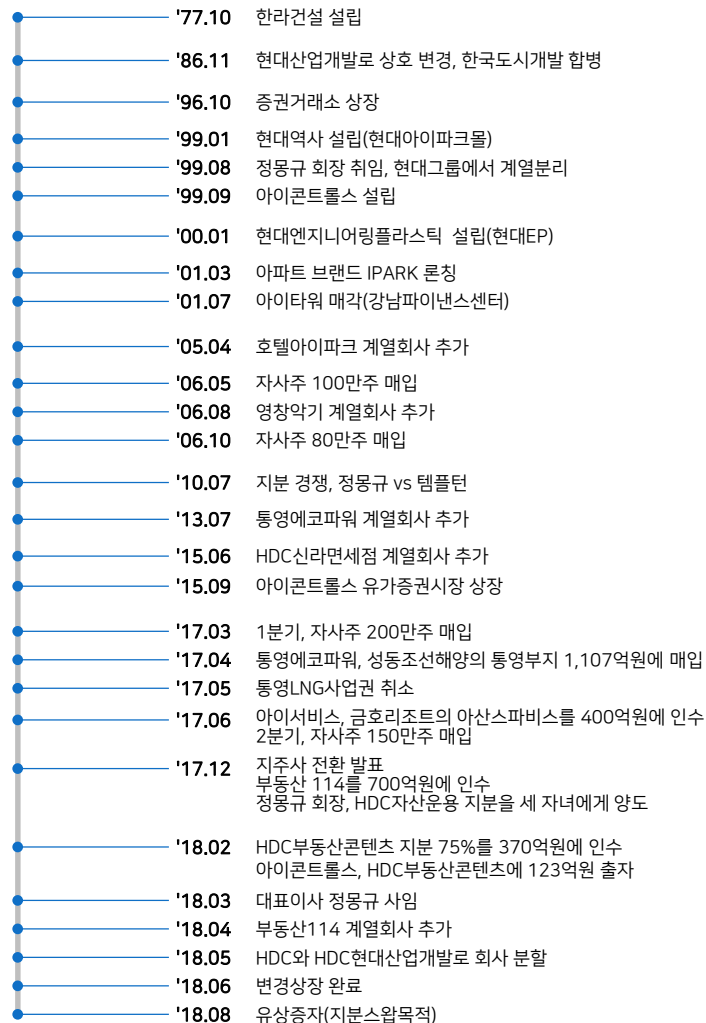
1. History

시행, 시공에서 임대로 확대되는 과정

1986년 현대산업개발로 상호를 변경한 이후, 시행과 시공 중심의 건설업 사업을 영위하였다. 1999년에는 현대역사(HDC아이파크몰)를 설립하면서 본격적으로 임대 사업에 진출하였다.

2010년 템플턴과 지분 경쟁 관련 이슈가 있었으며, 2013년까지 미분양 및 도급 주택 관련 손실 처리 과정에 현금흐름이 크게 악화되었다. 이후 부동산 시장이 회복되면서 과거 수준 이상의 현금을 확보하였으며, 2015년 면세점 사업에 진출하였다. 2017년 지주회사 전환을 발표하고, 2018년 지주회사의 요건을 갖추기 위한 유상증자를 진행하고 있다.

그림1 현대산업 연혁



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2. 분할 구조 : 부채없는 HDC 지주

자산 부채 배분

2017년 지주회사 전환 발표,
2018년 6월 마무리

동사는 2017년 12월 5일 이사회 결의를 통해 지주회사 전환과 분할을 발표하였다. 이후 2018년 5월 2일 분할 등기 이후 6월 12일 변경 상장되었다.

부채 없이 투자부동산, SOC 지분, 계열회사 지분만을 보유한 HDC 지주회사

분할 과정에서 나타난 자산과 부채의 배분이 특이하다. HDC 지주회사에는 현금성 자산 중심의 당좌자산 1,953억원, 투자 자산 8,549억원 등 총 자산 1.2조원을 배분하였으며, 부채는 거의 가져오지 않았다.

투자자산은 SOC 지분과 같은 장기 투자증권이 5,033억원, 계열회사 지분가치는 2,874억원이다. 나머지 대부분은 투자부동산이며, 이는 수원 권선, 해운대 우동, 부평 쇼핑몰, 용산 래미안 상가 등으로 파악된다.

결국 부채가 거의 없이 주식과 부동산만으로 구성된 HDC 지주회사가 탄생하였다.

자산과 부채의 배분 구조로 보면 향후 지주회사는 전통적인 형태의 계열사를 지배하는 사업 구조이지만, 상세 항목에서 보유하고 있는 SOC 지분의 변동 가능성과 투자 부동산에 대한 향후 방향성, 계열사의 조정 등이 눈에 띈다.

표1 자산 부채 배분

계정과목 (백만원)	분할 전	분할 후	
		분할존속회사 HDC주식회사	분할신설회사 HDC현대산업개발
자산	5,093,168	1,195,270	4,036,525
Ⅰ. 유동자산	3,301,080	208,914	3,092,166
(1) 당좌자산	2,840,342	195,345	2,644,997
(2) 재고자산	460,738	13,569	447,169
Ⅱ. 비유동자산	1,792,088	986,356	944,359
(1) 투자자산	854,924	943,886	49,665
(2) 유형자산	360,697	12	360,685
(3) 무형자산	7,411	1,008	6,403
(4) 기타비유동자산	569,056	41,450	527,606
부채	2,321,738	39,188	2,282,550
Ⅰ. 유동부채	1,595,391	21,294	1,574,097
Ⅱ. 비유동부채	726,347	17,894	708,453
자본	2,771,430	1,156,082	1,753,975
Ⅰ. 자본금	376,921	157,230	219,691
Ⅱ. 자본잉여금	178,854	87,026	1,528,502
Ⅲ. 자본조정	(237,840)	(1,535,887)	-
Ⅳ. 기타포괄손익누계액	18,609	12,827	5,782
Ⅴ. 이익잉여금	2,434,886	2,434,886	-
부채와 자본	5,093,168	1,195,270	4,036,525

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

계열사 현황 및 향후 변동 가능성

유상증자 이후 자회사 관련
지분가액 요건 충족

지주회사는 총 자산 중 자회사 지분가액 비율이 50% 이상이어야 하나 분할 시점에 자회사 지분가액 비율 24%에 불과하다. 유상증자를 통한 신주발행을 통해 HDC현대산업개발의 지분을 인수를 추진하고 있으며, HDC현대산업개발이 자회사로 편입되면 이 요건은 충족할 수 있다.

삼양식품 지분 17%는 규제
대상에서 배제

계열회사가 아닌 국내 회사의 보유 지분을 5% 이상 보유할 수 없게 되는데, 관련 기업은 동사가 보유하고 있는 삼양식품 지분 17%이다. 다만 이번 신주 발행 이후 자회사의 주식가액 합계액 대비 삼양식품의 지분가치가 15% 미만일 것으로 판단되어, 예외 조항의 대상이 된다. 향후 강제 매각대상은 아닌 것으로 전망된다.

HDC 신라면세점 지분 정리 완료

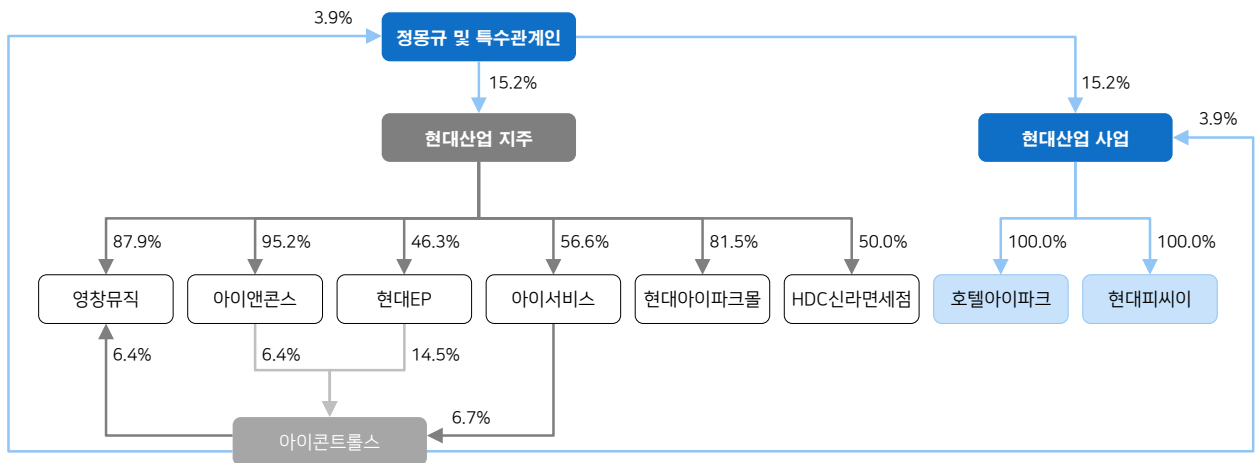
자회사 지분 요건 중 에이치디씨신라면세점은 25% 지분에서 50%로 증가하면서 손자회사를 보유할 수 없는 요건을 해소하였다.

아이콘트롤스 관련 순환출자 정리
정도가 남아 있음

결국 단기적으로는 지주회사 행위 요건 중 필요한 것은 HDC의 유상증자를 통해 HDC현대산업의 지분을 확보하는 행위, 손자회사 외에 국내 계열회사에 대해 보유하고 있는 지분의 매각 정도이며, 증자 이외에는 규모가 크지 않아 시기를 보고 점진적으로 시행할 것으로 판단된다.

가장 눈에 띄는 것은 순환출자 구조에 있는 아이콘트롤스가 보유하고 있는 사업회사와 지주회사에 대한 지분이며 향후 해소할 필요가 있다.

그림2 HDC 그룹 지배구조



자료: 메리츠증권리서치센터

표2 지주회사 성립 요건 및 행위요건 관련 규제			
요건	내용	검토결과	충족 여부
성립요건	자산총계 5,000억원 이상	자산총계: 11,953억원	충족
	총자산 중 자회사 지분가액 비율이 50% 이상	자회사 지분가액: 2,874억원(자회사 지분가액 비율: 24.0%) : 현대EP(주), (주)영창뮤직, 아이서비스(주), 아이앤콘스(주), (주)현대아이파크몰, 아이파크스포츠투(주), 에이치디씨민간임대주택제1호위탁관리부동산투자회사, HDC신라면세점(주), 통영에코파워(주), 북항아이브리지(주), 부산컨테이너터미널(주), 지개남산도시고속화도로(주)	미충족
행위제한 요건	자회사 이외 계열사 지분 보유 불가	상장 - HDC현대산업개발(주) 분할신설회사: 7.0%	미충족
	부채비율 200% 초과 보유 불가	부채총계: 392억원 자본총계: 11,561억원	충족
	계열회사가 아닌 국내회사의 지분율 5% 초과 보유 행위 불가(단, 소유하고 있는 국내회사의 주식이액의 합계액이 자회사의 주식이액의 합계액의 100분의 15 미만일 경우 적용하지 아니함)	계열회사가 아닌 국내회사(규정에 부합하는 민간투자법인 제외) 주식이액의 합계액(A): 1,572억원 자회사의 주식이액의 합계액(B): 2,874억원 A/B: 54.7%	미충족
	자회사 지분율 규제(상장 20%, 비상장 40%이상)	- 현대EP(주) : 46.3% - (주)영창뮤직 : 87.9% / - 아이서비스(주) : 56.6% - 아이앤콘스(주) : 95.2% / - (주)현대아이파크몰 : 81.5% - 아이파크스포츠투(주) : 100% / - 통영에코파워(주) : 100% - 에이치디씨민간임대주택제1호위탁관리부동산투자회사 : 50.0% - 북항아이브리지(주) : 66.0% / - 부산컨테이너터미널(주) : 52.1% - 지개남산도시고속화도로(주) : 100% / - 아이파크마리나(주) : 88.0% - 에이치디씨신라면세점(주) : 25.0%	충족 충족 충족 충족 충족 충족 미충족
	자회사 손자회사 이외 국내계열 지분보유 불가	1. 현대아이파크몰(주) - 에이치디씨신라면세점(주) : 25.0% 2. 아이서비스(주): - (주)아이콘트롤스 : 6.7% / - 현대아이파크몰(주) : 5.5% / - 현대EP(주) : 2.0% - 에이치디씨민간임대주택제1호위탁관리부동산투자회사 : 3.7% 3. 아이앤콘스(주) : / - (주)아이콘트롤스 : 6.4% 4. 현대EP(주) / - (주)아이콘트롤스 : 14.8%	미충족
	지주회사체제내 금융회사 지분 소유 금지	비상장 - 현대엠파트너스(주) : 9.3% - 현대선물(주) : 8.7%	미충족

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

유상증자 물량에 따라 대주주 지분을 및 전체 기업가치가 변화

유상증자 과정에서 대주주 보유 지분 시뮬레이션

정몽규 회장으로 포함해 일반적인 특수관계인은 대부분 전환신청 할 것으로 판단되며, 순환출자 관계에 있는 아이콘트롤스와 일반 주주의 참여 수준은 파악하기 어렵다.

사업 회사의 가치평가에는 영향이 없으나, 지주회사는 신주 발행 규모에 따라 가치 평가가 달라진다. 최근 지주회사의 주가 및 Valuation 하락을 감안하면, 향후 보유하게 될 HDC현대산업개발 등 상장 자회사에 대한 할인율이 크기 때문이다.

표3 HDC 지주회사 지배구조 시뮬레이션

(주)		정몽규 및 특수관계인	정몽규 및 특수관계인 +아이콘트롤스	
총 주식	31,445,960			
정몽규 및 특수관계인	4,856,206	15.4%		15.4%
아이콘트롤스	1,064,130	3.4%		18.8%
자사주	2,219,656			

Case	신주발행물량	최종 발행주식		
1) 특수관계인 전환 신청	16,836,782	48,282,742		
2) 특수관계인 + 아이콘트롤스 신청	20,525,628	51,971,588		
3) 일반 300만 추가	27,968,480	59,414,440		
4) 최대한도	32,702,563	64,148,523		

	Case1	Case2	Case3	Case4
총 주식	48,282,742	51,971,588	59,414,440	64,148,523
정몽규 및 특수관계인	21,692,988	21,692,988	21,692,988	21,692,988
아이콘트롤스	1,064,130	4,752,976	4,752,976	4,752,976
자사주	2,219,656	2,219,656	2,219,656	2,219,656
정몽규 및 특수관계인(지분율)	44.9%	41.7%	36.5%	33.8%
아이콘트롤스(지분율)	2.2%	9.1%	8.0%	7.4%
자사주(지분율)	4.6%	4.3%	3.7%	3.5%

자료: 메리츠증권리서치센터

표4 HDC현대산업개발 향후 지배구조 시뮬레이션

(주)		HDC 소유 사업회사 주식	지분율
총 발행 주식	43,938,220		
HDC 지주가 보유한 주식 (현재)	3,089,143		7.0%

Case	전환 신청 물량	최종 소유 주식수	지분율
특수관계인 전환 신청	6,786,424	9,875,567	22.5%
특수관계인 +아이콘트롤스 신청	8,273,292	11,362,435	25.9%
일반 300만 추가	11,273,292	14,362,435	32.7%
최대한도	13,181,465	16,270,608	37.0%

자료: 메리츠증권리서치센터

3. 투자전략1: 9월 14일까지 발생할 수 있었던 아비트리지 전략

유상증자 발표 시점 ~ 8월 27일 vs 8월 28일~9월 14일

유상증자 발표 이후 시점부터 HDC에 대한 대규모 공매도가 8월 27일까지 발생하였다. 구조는 다음과 같다.

HDC 지주회사의 신규 발행주식에 대한 가격 산정은 8월 27일을 기준으로 산정하게 되어 있었고, HDC 현대산업개발의 사업회사에 주주에 대한 주식매수청구권의 행사 가격은 58,672원으로 고정되어 있었다.

HDC 현대산업개발의 절대 가격에 편차를 이용한 차익거래

그런데 실제 HDC 현대산업개발의 주가가 이 청구 가격 아래에서 형성되면서, 투자자 입장에서는 55,000원 내외에서 사업회사 주식을 매수하고 이후 전환 신청을 하면 매수가격과 청구가격의 차이만큼 차익이 발생한다. 이를 확정 시키기 위해서는 HDC 지주의 전환가격이 확정되는 시점에서 지주 주식을 공매도하고, 전환 신청 이후 지주 신주를 받은 이후 상환하는 구조이다.

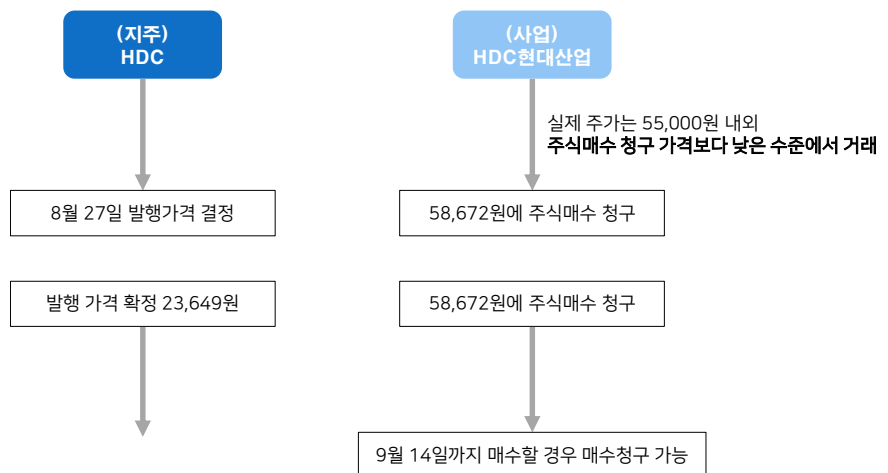
9월 14일까지 교환비율 대비 실제 주가 흐름에 편차가 발생할 경우 차익거래

HDC 지주회사의 신주발행가격이 23,649원으로 결정된 이후, 8월 28일부터는 새로운 차익거래가 가능했는데, 9월 14일까지 HDC현대산업 사업회사 주식을 매수할 경우 9월 18일까지 마감인 주식매수청구권을 행사할 수 있다.

9월 17일 이후에는 차익거래 종료, Valuation 이 중요

이론적으로 지주회사와 사업회사의 주가 비율은 1:2.49을 유지해야 하는데, 지주회사 주가가 이론적인 비율보다 높게 형성되면서, 다시 동일한 구조의 차익거래가 가능했다. 9월 14일을 기점으로 이러한 차익거래 과정은 마무리 되었으며, 향후 지주회사는 증가 규모에 따른 전체 시가총액과 Valuation 매력을 비교해야 한다

그림3 8월 27일 가격이 결정되는 HDC vs 이미 매수청구가격이 결정된 HDC현대산업



자료: 메리츠증권 리서치센터

4. 9월 17일 이후 지주회사는 적정가치에 수렴

연간 로열티 수입과 투자 부동산
관련 임대 수입 가치는
3,321 억원

본업: 로열티와 직접 보유 투자 부동산 관련 임대 수익: 3,321 억원

지주회사로서 계열회사에 대한 로열티 수입은 매출액의 4bp+세전이익의 1%로 구성된다. 계열회사의 세전이익 규모에 따른 변동은 있을 수 있으나 2019~2020년 각각 134억원, 117억원 수준의 로열티 수입 인식이 가능할 것으로 추정한다.

지주회사가 직접 보유하고 있는 투자 부동산 관련 임대 수입은 연간 500억원 수준이며, 운영비용을 제외한 실제 영업수익 규모는 2019년~2020년 각각 294억원과 309억원으로 추정한다.

계열사 실적에 대한 변동성이 있는 로열티 수입에 대해서는 세후 영업이익의 10.0x(KOSPI 평균 수준)을 적용하였고, 투자부동산 관련 임대 수입의 경우 일반적인 건물 가치 평가(1/Target 임대수익률)을 감안하였다.

2019년 기준으로 지주회사 본업의 영업가치는 3,321억원으로 평가되며, 이는 향후 투자 부동산을 추가로 취득할 계획을 가지고 있음에 따라 증가할 수 있을 것으로 판단된다.

표5 본업의 영업가치

(십억원)	2018E	2019E	2020E
로열티 수입	6.8	13.4	11.7
적용 Multiple (x)	10.0	10.0	10.0
투자부동산 관련 임대수익	44.8	47.0	49.4
투자부동산 관련 운영비용	28.0	29.4	30.9
투자부동산 관련 수익	16.8	17.6	18.5
세후 영업이익의 적용 Multiple (x)	15.0	15.0	15.0
영업가치	256.3	332.1	324.7

자료: 메리츠증권리서치센터

보유 현금 또는 현금화 가능한
자산 가치 3,000 억원

현금 및 현금화 가능자산: 3,000 억원

동사는 현재 부채가 거의 없는 기업이며, 반기 말 현금성자산은 1,322억원을 보유하고 있다.

현대오일뱅크 지분 1.3%를 보유하고 있으며, 향후 상장과정 또는 이후 현금화가 가능할 것으로 평가된다. 삼양식품 지분 17%를 보유하고 있으며 이 가치는 1,000억원 수준이다.

즉각적으로 현금화 가능한 자산의 가치를 3,000억원 수준으로 평가하며, HDC 현대산업개발의 배당금 수입 및 보유 지분의 정리 과정에서 현금성 자산의 규모는 늘어날 것으로 전망된다.

HDC 아이파크몰과 면세지분
가치는 5,933억원

핵심자산은 HDC 아이파크몰과 HDC 신라면세점 지분 50%에 대한 가치: 5,933억원
동사는 자회사로 HDC 아이파크몰과 HDC신라면세점 지분 50%를 보유하고 있다.

HDC 아이파크몰은 용산 역사(부지는 코레일 소유, 30년 임대 이후 30년 연장권 보유)를 개발해 운영하는 자회사이며, 현재 면적은 8.4만평이며 현재 양쪽으로 각각 3개, 4개층을 증축해 총 면적은 10.3만평으로 22% 늘어날 계획이다.

- 1) 면세점 임대: 면세점 매출액의 2%를 임대료로 인식
- 2) 기타 임대: 유동인구 증가에 따라 상승 전망
- 3) 직영: 유동인구 증가 및 증축 효과 반영

면세 사업관련 임대료는
면세 매출액의 2%

아이파크몰의 임대 및 사업 구조는 세가지 이다. 이 중 면세점은 2018년 5월 리모델링이 완료되면서, 하반기 매출이 증가하고 있고 2018년 연간 매출 계획은 1조원 수준이다.

유동인구 증가에 따라
일반 임대료 상승

기타 일반 임대와 직영 관련 수익은 최근 용산 신규 입주 아파트 및 오피스 증가, 리모델링의 영향으로 유동인구가 크게 늘어나면 향후 점진적으로 증가할 것으로 전망된다.

22% 면적을 증축하고 있으며,
향후 직영 또는 임대 수입 증가

아직까지는 순이익이 크게 발생하고 있지 않은 HDC신라면세점에 대한 지분가치는 투자 장부가액으로 반영, HDC아이파크몰의 가치는 일반적인 건물 가치 평가 (1/Target 임대수익률)을 반영하여 세후영업이익에 15x를 적용하였다.

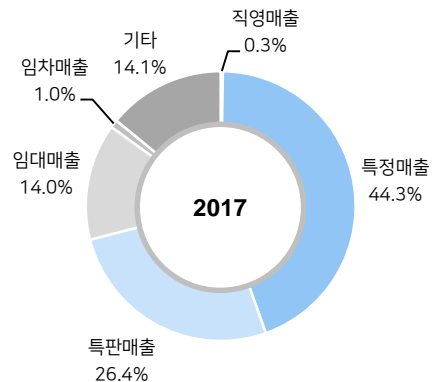
이 경우 두 자회사의 가치는 2019년 기준 5,858억원으로 추정되며, 향후 임대수입 및 면세점 매출 증가 전망에 따라 가치 증가가 지속될 것으로 판단된다.

그림4 아이파크몰 전경



자료: HDC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 매출 비중 [2017]



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 HDC 아이파크몰 및 HDC신라면세점 가치 -2019년 기준 5,933억원

(십억원)	2018E	2019E	2020E
현대아이파크몰(지분 87.09%)			
영업이익	43.7	56.4	67.1
세후 영업이익의 적용 Multiple (x)	15.0	15.0	15.0
HDC신라면세점(지분 50%)	32.8	40.3	
평가액	460.6	593.3	690.7

자료: 메리츠증권리서치센터

표7 HDC 아이파크몰 추정

(십억원)	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
총 매출액	143.4	154.8	173.3	197.8	220.3
직영매출	1.1	0.6	1.0	1.0	1.0
특정매출	116.9	108.9	115.0	131.7	144.9
특판매출	52.6	64.9	71.4	78.5	86.4
임대매출	34.9	34.4	41.3	49.5	59.4
임차매출	2.8	2.4	2.4	2.4	2.4
기타매출(수수료 및 기타)	32.3	34.6	36.3	38.1	40.0
전체 매출 차감	-97.3	-90.9	-94.0	-103.4	-113.7
원가율(%)	36.8	41.4	37.4	37.0	37.0
매출원가	52.7	64.1	64.7	73.2	81.5
판관비	58.1	61.8	64.9	68.2	71.7
급여	6.8	6.8	7.2	7.5	7.9
퇴직급여	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
복리후생비	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2
세금과공과	3.0	3.4	3.6	3.8	4.0
감가상각비	8.0	8.8	9.2	9.7	10.2
대손상각비	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
지급수수료	8.5	8.2	8.7	9.1	9.5
수도광열비	1.6	2.7	2.9	3.0	3.2
광고선전비	2.1	2.4	2.5	2.6	2.7
관리용역비	10.7	11.4	12.0	12.6	13.2
판매촉진비	2.4	2.2	2.3	2.4	2.5
접용료	8.4	8.6	8.8	9.1	9.4
전산비	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7
기타	3.1	4.0	4.4	4.8	5.3
판관비율 (%)	40.5	39.9	37.4	34.5	32.5
영업이익	32.6	28.9	43.7	56.4	67.1

자료: 메리츠증권리서치센터

계열회사 지분가치는 Case 3 을 기준으로 6,170 억원

계열회사 지분가치 6,170 억원

계열회사 지분가치의 대부분을 차지하는 것은 HDC현대산업개발이다. 현재는 7%의 지분을 보유하고 있고, 향후 매수청구권 행사 물량의 규모에 따라 보유 지분 및 가치반영이 달라진다.

지주회사 요건을 충족하기 위해서는 20%이상을 확보해야 하며, 최대 규모로 전환 신청이 일어날 경우 HDC의 지분 희석이 커지면서, Valuation 매력도가 떨어진다. HDC 입장에서는 Case 3수준의 전환이 일어나는 것이 가장 긍정적이다.

이 경우 보유 계열사 지분에 대한 장부가는 1.1조원 내외이며, 할인율을 감안한 평가액은 6,170억원으로 산정한다.

종목	평가액 (십억원)	장부가액 (십억원)	
현대산업(지분 32.7%)	430.9	861.7	* 시가 지분가치의 50% 할인
HDC현대EP(지분 48.26%)	45.6	45.1	* 시가 지분가치의 50% 할인
HDC아이콘트롤스 (지분 27.95%)	30.2	55.2	* 시가 지분가치의 50% 할인
HDC아이서비스(지분 56.56%)	32.9	16.4	* 순자본에 대한 지분비율 반영
HDC아이앤콘스(지분 95.21%)	77.3	33.5	* 순자본에 대한 지분비율 반영
HDC부동산콘텐츠(지분 75%)	0.0	36.9	* 수익가치 낮음, 미반영
영창뮤직(지분 87.87%)	0.0	22.2	* 수익가치 낮음, 미반영
합계	617.0	1,071.0	

주: 현대산업 지분은 신주 발행물량을 Case 3으로 가정
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

기타 지분 : 1,402 억원

기타 장기투자증권은 현대오일뱅크 지분, 뉴스테이 지분, SOC 지분 등으로 구성되어 있으며, 이 중 현대오일뱅크 지분은 현금화 가능자산으로 반영하였다. 일부 SOC 지분은 리파이낸싱 기간에 사업회사로 매각될 가능성도 있는 것으로 판단된다.

법인명	최초취득일자	최초취득금액 (백만원)	기말잔액 (주)	지분율 (%)	장부가 (백만원)
(주)동탄92블럭아이파크제이알뉴스테이	2017.01.11	15,800	316	27	15,800
현대오일뱅크(주)	1993.06.29	5,107	3,306	1.3	45,904
현대엠파트너스(주)	1998.07.31	3,388	1,700	9.3	12,558
북항아이브리지(주)	2006.07.04	100	15,906	66	67,887
동두천드림파워(주)	2011.06.03	8	9,417	14.2	18,731
비엔시티(주)	2006.10.17	3	2,878	6.5	8,594
서울-춘천고속도로(주)	2002.11.04	290	16,190	25	81,711
부산컨테이너터미널(주)	2012.12.27	1	12,000	40	60,000

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

5. Valuation

가장 중요한 것은 신주 발행 물량

단기적으로 기업가치 산정에서 가장 중요한 것은 신주 발행 물량과, HDC 사업회사에 대한 가치평가이다.

당사는 특수관계인 및 아이콘트롤스, 일반 주주 중 300만주 내외의 전환 신청을 가정하였으며, 이는 이번 신주 발행 한도의 85% 수준이다.

Case 1의 경우 HDC현대산업개발에 대한 보유 지배력이 다소 약하다고 평가 받을 수 있으며, Case 4의 경우 최대 한도이기 때문에 HDC의 신주 발행 과도하게 이루어져 상승 여력이 떨어질 수 있다.

현실적으로는 Case 2와 Case 3 사이로 신주발행이 이루어질 것으로 판단되며, Case 3 기준으로 HDC의 적정가치는 34,000원, Case 2기준으로는 37,000원으로 추정된다.

본업에서 발생하는 임대 관련 자산의 수익과 장기적으로 안정적인 수입이 기대되는 로열티 등의 지주 영업가치, 임대수입 중심으로 장기간 수익성 개선이 가능한 HDC 아이파크몰 및 면세점 사업 지분 가치(이 중 면세사업 지분가치는 의미 있는 이익 규모 달성 시점까지 장부가로 평가), 현금성자산을 풍부하게 보유하고 있고 배당을 늘려갈 자회사 가치 등을 감안하면 현재 시점에서 지주회사는 투자 매력이 큰 것으로 판단된다.

동사에 대한 투자의견 매수와 Case 3을 가정한 적정 가치를 34,000원으로 제시한다.

표10 HDC 현대산업개발 사업회사에 대한 보유 지분 및 보유 주식수

Case	신주발행물량	최종 발행주식	주식수	지분
1) 특수관계인 전환 신청	16,836,782	48,282,742	9,875,567	22.5%
2) 특수관계인 + 아이콘트롤스 신청	20,525,628	51,971,588	11,362,435	25.9%
3) 일반 300만 추가	27,968,480	59,414,440	14,362,435	32.7%
4) 최대한도	32,702,563	64,148,523	16,270,608	37.0%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표11 Case 3을 가정할 경우 Valuation				
(십억원)	2018E	2019E	2020E	비고
(1) 영업가치				
로열티 수입	6.8	13.4	11.7	매출액의 4bp+세전이익의 1% (현대산업, 현대EP, 아이서비스, 아이파크몰 등) 반기말 공시지가를 반영한 투자부동산 가치는 토지 삼성동 건물, 부평 소핑몰, 수원 및 부산 단지 내 상가 등, 장부가는 토지 1,079억원, 건물 1,480억원
적용 Multiple (x)	10.0	10.0	10.0	
투자부동산 관련 임대수익	44.8	47.0	49.4	
투자부동산 관련 운영비용	28.0	29.4	30.9	
투자부동산 관련 수익	16.8	17.6	18.5	
세후 영업이익의 적용 Multiple (x)	15.0	15.0	15.0	
영업가치	256.3	332.1	324.7	
(2) 핵심자산 가치				
현대아이파크몰(지분 87.09%)				
영업이익	43.7	56.4	67.1	임대 수익 중심으로 영업이익 증가, 2019년 신축 효과 반영 장기적으로 유동인구 증가에 따른 임대 수익증가 지속 장부가 적용
세후 영업이익의 적용 Multiple (x)	15.0	15.0	15.0	
HDC신라면세점(지분 50%)	32.8	40.3		
평가액	460.6	593.3	690.7	
(3) 보유 자산				
항목				
1) 현금 또는 현금화 가능자산				
현금 및 현금성자산	평가액	장부가		* 시가 지분가치의 25% 할인
현금 및 현금성자산	161.7	161.7		
삼양식품(지분 17%)	78.8	36.1		
현대오일뱅크(지분1.4%)	100.0			
합계	340.5	197.8		
2) 관계 및 종속회사				
현대산업(지분 32.7%)				
현대산업(지분 32.7%)	430.9	861.7		* 시가 지분가치의 50% 할인
HDC현대EP(지분 48.26%)	45.6	45.1		* 시가 지분가치의 50% 할인
HDC아이콘트롤스 (지분 27.95%)	30.2	55.2		* 시가 지분가치의 50% 할인
HDC아이서비스(지분 56.56%)	32.9	16.4		* 순자본에 대한 지분비율 반영
HDC아이앤콘스(지분 95.21%)	77.3	33.5		* 순자본에 대한 지분비율 반영
HDC부동산콘텐츠(지분 75%)	0.0	36.9		* 수익가치 낮음, 미반영
영창뮤직(지분 87.87%)	0.0	22.2		* 수익가치 낮음, 미반영
합계	617.0	1071.0		
(4)기타 장기투자증권	140.2	467.2		* 인천 북항아이브릿지 등 SOC 지분증권 및 기타
보유 자산가치 (2) + (3) + (4)	1,558.3	1,683.5	1,788.4	
항목				
1) 영업가치	256.3	332.1	324.7	
2) 자산가치	1,558.3	1,683.5	1,788.4	
3) 순기업가치	1,814.6	2,015.6	2,113.0	
주당 순기업가치(원)	30,542	33,924	35,564	

자료: 메리츠증권리서치센터

HDC (012630)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,749.9	5,358.7	1,703.1	1,892.2	1,947.1
매출액증가율 (%)	3.2	12.8	-68.2	11.1	2.9
매출원가	3,854.7	4,372.3	1,400.7	1,556.6	1,595.5
매출총이익	895.2	986.4	302.4	335.6	351.6
판매관리비	378.0	340.3	162.6	172.0	178.6
영업이익	517.2	646.1	139.9	163.6	173.0
영업이익률	10.9	12.1	8.2	8.6	8.9
금융손익	-19.7	-12.5	-21.6	-19.3	-15.9
중속/관계기업손익	-5.8	10.3	30.7	36.0	41.0
기타영업외손익	-32.2	-38.5	11.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	459.5	605.4	160.2	180.2	198.0
법인세비용	128.6	191.7	38.6	43.3	47.5
당기순이익	331.0	413.7	961.6	137.0	150.5
지배주주지분 순이익	306.7	389.6	946.4	135.8	149.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	839.8	453.2	160.2	131.9	136.1
당기순이익(손실)	331.0	413.7	961.6	137.0	150.5
유형자산상각비	40.2	38.7	40.2	37.5	36.5
무형자산상각비	1.4	1.3	1.4	1.2	1.2
운전자본의 증감	316.4	-139.5	-54.7	-7.7	-11.0
투자활동 현금흐름	-89.0	-229.0	103.0	-10.6	11.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-49.8	-211.2	-93.9	-35.0	-15.0
투자자산의 감소(증가)	-12.7	36.0	96.9	25.1	27.7
재무활동 현금흐름	-145.8	-97.6	-1,004.0	-74.5	-75.3
차입금의 증감	-102.7	117.9	-603.8	-59.9	-54.8
자본의 증가	0.0	0.0	-287.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	604.5	126.5	-739.7	46.9	72.7
기초현금	547.7	1,152.2	0.5	539.0	585.8
기말현금	1,152.2	1,278.7	539.0	585.8	658.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,645.2	4,186.2	1,228.4	1,291.5	1,383.8
현금및현금성자산	1,152.2	1,278.7	539.0	585.8	658.5
매출채권	282.1	298.2	283.3	289.9	298.0
재고자산	768.0	574.3	192.4	196.9	202.4
비유동자산	2,139.4	2,353.3	1,525.1	1,532.3	1,522.9
유형자산	851.0	1,035.2	675.4	672.9	651.4
무형자산	15.9	16.1	27.7	26.4	25.3
투자자산	555.2	529.5	464.9	475.8	489.1
자산총계	5,784.6	6,539.5	2,753.5	2,823.7	2,906.8
유동부채	2,264.0	2,414.8	843.4	813.6	791.2
매입채무	313.7	357.2	214.3	219.3	225.4
단기차입금	544.9	433.0	319.1	299.1	284.1
유동성장기부채	325.5	160.7	86.0	66.0	46.0
비유동부채	765.7	1,162.2	467.0	450.4	434.6
사채	264.0	353.8	0.0	0.0	0.0
장기차입금	64.3	369.4	319.9	299.9	279.9
부채총계	3,029.7	3,577.0	1,310.3	1,264.1	1,225.8
자본금	376.9	376.9	157.2	157.2	157.2
자본잉여금	178.9	178.9	110.6	110.6	110.6
기타포괄이익누계액	22.3	30.2	-15.4	-15.4	-15.4
이익잉여금	2,185.6	2,524.4	3,161.0	3,276.3	3,396.2
비지배주주지분	133.0	159.1	195.8	197.0	198.3
자본총계	2,754.9	2,962.5	1,443.1	1,559.7	1,681.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	63,009	71,085	36,886	60,173	61,920
EPS(지배주주)	4,069	5,169	20,497	4,317	4,744
CFPS	6,647	7,504	8,654	6,431	6,698
EBITDAPS	7,413	9,102	3,930	6,431	6,698
BPS	34,781	37,188	39,667	43,334	47,149
DPS	700	1,000	500	700	1,000
배당수익률(%)	1.5	2.5	2.0	2.8	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	11.6	7.8	1.2	5.8	5.3
PCR	7.1	5.4	2.9	3.9	3.7
PSR	0.7	0.6	0.7	0.4	0.4
PBR	1.4	1.1	0.6	0.6	0.5
EBITDA	558.8	686.1	181.4	202.2	210.6
EV/EBITDA	6.1	4.2	6.3	5.1	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	14.4	46.7	10.4	10.5
EBITDA 이익률	11.8	12.8	10.7	10.7	10.8
부채비율	110.0	120.7	90.8	81.0	72.9
금융비용부담률	1.0	0.8	1.7	1.5	1.3
이자보상배율(x)	11.0	14.9	4.9	5.8	6.7
매출채권회전율(x)	17.1	18.5	5.9	6.6	6.6
재고자산회전율(x)	5.4	8.0	4.4	9.7	9.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 9월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 9월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 9월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박형렬, 민사영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

HDC (012630) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.19	기업브리프	Buy	65,000	박형렬	-27.0	-20.8	
2016.11.28	산업분석	Buy	65,000	박형렬	-32.6	-20.8	
2017.04.26	기업브리프	Buy	60,000	박형렬	-24.5	-22.7	
2017.05.23	산업분석	Buy	60,000	박형렬	-25.2	-14.3	
2017.09.04	산업분석	Buy	53,000	박형렬	-31.7	-25.2	
2017.10.27	기업브리프	Buy	53,000	박형렬	-29.8	-23.2	
2017.11.22	산업분석	Buy	53,000	박형렬	-24.0	-11.6	
2018.05.28	산업분석	Buy	54,000	박형렬	-49.2	-14.1	
2018.09.17	기업분석	Buy	34,000	박형렬	-	-	